

Governança Corporativa e Participação Societária de Bancos, BNDES e Fundos de Pensão como Fatores de Resistência às Crises Financeiras

Corporate Governance and Shareholding of Banks, Pension Funds and BNDES as Resistance Factors to Financial Crisis

Adriano Augusto Costa Carnaúba

Mestrando em Administração de Empresas – FEA/USP

Av. Prof. Luciano Gualberto, 908 - Butantã, São Paulo, SP – CEP: 05508-010

adriano.carnauba@hotmail.com

Resumo

O presente artigo apresenta os resultados de pesquisa quantitativa que busca identificar as associações existentes entre níveis de governança corporativa, e a ocorrência ou não de participação dos bancos, BNDES e fundos de pensão na composição societária de uma amostra composta por 160 empresas listadas na BM&FBovespa, bem como avaliar a influência destas variáveis como fatores de sustentação das cotações das ações destas empresas no ápice da crise financeira de 2008. Mediante a aplicação de técnicas de modelagem multivariada de regressão logística e análise de correspondência, foi verificado que a adoção de níveis diferenciados de governança é fator significativo para o incremento da resistência das cotações acionárias às crises financeiras sistêmicas, bem como é significativa a associação positiva entre a participação de investidores institucionais na composição acionária das empresas listadas e a adoção de níveis diferenciados de governança. Os resultados trazem indícios de que o mercado reconhece a atuação destes investidores como fatores de indução à adoção de boas práticas de governança, refletindo-se nos preços dos ativos.

Palavras-chave: Governança Corporativa. Bancos. Fundos de Pensão. Crise Financeira.

Abstract

This article presents the results of quantitative research that seeks to identify associations between levels of corporate governance, and the presence or absence of participation of banks, BNDES and pension funds in the corporate structure of a sample of 160 companies listed on BM&FBovespa. It also aims to assess the influence of these variables as factors supporting the stock prices of these companies at the peak of financial crisis of 2008. Through correspondence analysis and multivariate logistic regression, it was found that the adoption of different levels of governance is a significant factor for increasing the resistance of stock prices to systemic financial crisis, as well as a positive association between the participation of institutional investors in the shareholding structure of listed companies and the adoption of differentiated levels of governance. The results provide indications that market recognizes the role of these investors as factors to induce to adopt good governance practices, reflecting on stock prices.

Keywords: Corporate Governance. Banks. Pension Funds. Financial Crisis.

1. Introdução

O tema governança corporativa vem recebendo crescente atenção nos meios acadêmicos e empresariais. A sucessão de crises sistêmicas no sistema capitalista nas últimas duas décadas, com destaque à crise asiática do fim da década de noventa, dos escândalos corporativos de 2002, e mais recentemente, em 2008, a crise do *subprime* americano e seus reflexos, que ainda repercutem nos meios econômicos, justifica a preocupação a respeito do sistema pelo qual as organizações são dirigidas e monitoradas.

No Brasil a preocupação com o tema resulta das mudanças econômicas ocorridas a partir da década de 90. A abertura de mercado ao comércio externo, a contenção do processo inflacionário e o processo de privatizações trazem alterações à estrutura de competitividade das empresas estabelecidas no território brasileiro (SECURATO, 2006).

Este contexto de mudanças refletiu-se na evolução do sistema de governança brasileiro. Neste contexto destaca-se a reforma da Lei das Sociedades Anônimas (Lei 10.303/01), a criação do Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC) em 1995, entidade que promove a pesquisa e divulgação das melhores práticas de governança corporativa, bem como o estabelecimento de níveis diferenciados de governança corporativa, atribuídos às empresas listadas na bolsa de valores que adotassem voluntariamente uma série de exigências quanto às práticas de governança (DA SILVEIRA, 2006).

Estudos têm revelado que a adoção de níveis diferenciados de governança corporativa contribui favoravelmente à longevidade e valorização das empresas, refletindo-se nos preços de suas ações (LAMEIRA E NESS, 2007; DA SILVEIRA e SAITO, 2009). Klapper e Love, 2004, relatam que esta relação positiva entre governança e valorização de ativos seria ainda mais expressiva em países emergentes, nos quais o arcabouço institucional seria menos desenvolvido, garantindo menor proteção aos investidores.

Alguns estudos, por outro lado, revelam que, sob certas circunstâncias, níveis mais elevados de governança estão associados à obtenção de uma margem de lucro limitada sobre o investimento (LAMEIRA e NESS, 2007; GILLAN e STARKS, 2000), e não necessariamente protegem o investidor no curto prazo quanto ao enfrentamento das crises financeiras, ainda que no longo prazo influam positivamente na recuperação (PAJUSTE, 2007).

Considerando que alguns estudos voltados à influência do débito na governança corporativa, relatam que nações nas quais as instituições financeiras e outros investidores institucionais têm participações relevantes na composição do capital social das companhias, como no caso germânico, há uma maior facilidade na obtenção de recursos financeiros, bem como um monitoramento mais eficiente, resultando em boas práticas de governança (GILLAN e STARKS, 2000; LEHMANN, e WEIGAND, 2000), é de se esperar que exista uma significativa associação entre a participação de investidores institucionais no capital social de uma companhia e a adoção por esta de melhores práticas de governança.

Partindo destas considerações teóricas, o presente artigo pretende identificar empiricamente a existência de associação entre os níveis de governança corporativa e a participação dos fundos de pensão, dos bancos e do BNDES na composição acionária das empresas listadas em bolsa.

Pretende ainda avaliar a influência da apresentação de níveis diferenciados de governança e a presença de investimento institucional na composição do capital destas empresas como um fator de sustentação das cotações no mercado acionário durante o auge da crise financeira de 2008.

Uma maior compreensão sobre a influência da participação destas instituições na composição do controle acionário das empresas na adoção de melhores práticas de governança pode subsidiar políticas relacionadas ao fomento do investimento em ações e

outras formas de capitalização das empresas, alinhando-se com a necessidade de aumento do investimento interno, condição essencial à sustentabilidade do crescimento econômico.

Neste mesmo sentido, em face de que a aversão ao risco constitui-se num fator de limitação ao investimento em ações em mercados emergentes como o mercado brasileiro, identificar a eventual participação das instituições de capital e adoção de níveis diferenciados de governança como fatores de sustentação das cotações em períodos de crise podem favorecer a adoção de diretrizes de investimento com menor volatilidade, repercutindo em um volume maior de captação de investimentos.

2. Objetivos

Pretende-se identificar a existência de associação entre níveis de governança corporativa, e a ocorrência ou não de participação dos bancos, BNDES e fundos de pensão na composição acionária das companhias listadas na BM&FBovespa, bem como identificar se essas variáveis constituem-se em fatores de resistência para as cotações destas empresas em situações de crise econômica sistêmica.

Este objetivo de pesquisa se desdobra em duas questões específicas, cuja resposta deriva dos resultados obtidos na modelagem multivariada dos dados coletados na pesquisa:

I – Há associação entre a existência de participação acionária dos bancos, BNDES e fundos de pensão nas empresas estudadas e seu nível de governança?

II – A adoção de níveis diferenciados de governança e a ocorrência de participação acionária dos bancos, BNDES e fundos de pensão nas empresas constituem fatores condicionantes à sustentação das cotações destas empresas em crises financeiras sistêmicas?

3. Governança Corporativa

Dentre os inúmeros efeitos negativos que sucedem às crises econômicas, a reflexão sobre os sistemas de vida e organização sócio-econômica pode ser considerada como um efeito positivo. Em 1932, como fruto de suas análises da crise mundial de 1929, Adolf Berle e Gardiner Means, analisando sob a ótica econômica e legal os efeitos da evolução das grandes corporações no início do Século XX, publicam *Modern Corporation and Private Property*, em que alertam para as conseqüências preocupantes originadas da separação entre a propriedade jurídica das companhias e seu efetivo controle.

A partir desta perspectiva inicial de governança corporativa, o estudo das práticas de governança corporativa se debruçou majoritariamente sobre o problema resultante da separação entre a propriedade e a gestão das empresas, conhecido por problema da agência. Nesta concepção, caberia à governança corporativa promover meios de garantir que a administração das corporações atenda aos interesses do acionista ou investidor, incorrendo no menor custo possível para este fim, maximizando o valor da empresa sob as condições de tomada de risco previamente estabelecidas (SHLEIFER E VISHNY, 1997).

Entre os desafios a serem enfrentados pelos sistemas de governança podemos destacar o desvio de recursos financeiros, o uso do controle da empresa para atender interesses particulares, a assunção de riscos exagerados ou, no outro extremo, a completa aversão ao risco, empobrecendo o retorno do capital. Em razão das incertezas associadas às questões acima suscitadas, entre tantas relativas à governança, investidores relutarão em investir, o que impossibilitará o aproveitamento de oportunidades de mercado, enfraquecendo a competitividade das empresas (JENSEN e MECKLING, 1976; ALLEN e GALE, 2000).

O foco no equacionamento do problema da agência predomina nos países cujo sistema de governança é eminentemente orientado ao mercado, principalmente EUA e Inglaterra. Ocorre que esta delimitação das questões de governança ao enfrentamento do problema da agência não se mostra mais suficiente em face dos escândalos financeiros envolvendo grandes

corporações americanas, destacando-se os casos ENRON, WorldCom e Tyco, que resultaram em perdas sistêmicas para toda a economia mundial. Neste contexto de mudanças, é percebida uma crescente discussão no meio acadêmico quanto aos modelos de governança predominantes nas diversas regiões do planeta, bem como sobre a necessidade de maior regulação (NACIRI, 2009; VIVES, 2000).

4. Governança e Investidores Institucionais

A partir da década de 80, cresce a participação ativa de fundos de pensão na composição acionária das corporações, que passam a influenciar os *boards* das corporações, relativizando o papel tradicionalmente destinado à dispersão de capital e à eficiência do mercado acionário como elementos de governança, fundamento do modelo Anglo-Saxão. Sistemas de governança como o germânico e o japonês, orientados à participação dos bancos e focados nos inúmeros relacionamentos da empresa com seus diversos *stakeholders*, como clientes, fornecedores, trabalhadores, entre outros, passam a receber maior atenção dos pesquisadores (LA PORTA et al, 2001; GILLAN e STARKS, 2000).

Diversos estudos corroboram a percepção de que melhores práticas de governança resultam do monitoramento exercido pelas instituições financeiras, ainda que os resultados sobre a performance das companhias seja inconclusivo (VIVES, 2000; LEHMANN e WEIGAND, 2000; GILLAN e STARKS, 2000). No sistema germânico e no sistema japonês, em especial, é identificada uma participação relevante dos bancos na composição acionária das principais empresas, o que, segundo os estudos citados, seria um fator de redução das restrições de liquidez e dos custos de agência (GILLAN e STARKS, 2000; CLARKE, 2007).

Gillan e Starks, 2000, destacam que um dos fatores que podem justificar uma melhor performance em governança para as empresas que possuem grandes investidores institucionais no bloco de controle das companhias, seria o monitoramento mais estreito sobre os administradores e um maior acesso sobre as condições financeiras das empresas, bem como uma atuação mais ativa nos conselhos de administração, ou *boards*, das companhias. Estes autores ressaltam, no entanto, que os efeitos do ativismo institucional são diversos em razão dos diferentes ambientes institucionais dos diferentes países, bem como dependem de uma perspectiva de longo prazo de investimento.

5. Governança Corporativa no Brasil

O sistema de governança brasileiro está em rápida evolução, e tem sua conformação ainda a ser definida, tendo em vista que o maior desenvolvimento do mercado acionário brasileiro somente se deu nas duas últimas décadas.

Uma característica da realidade empresarial brasileira relativa à governança é a presença de holdings e acordos de acionistas que permitem o controle das empresas por pequenos grupos (DA SILVEIRA, 2006).

Outra característica relevante do sistema brasileiro é a co-existência de acionistas com direito a voto e acionistas sem direito à participação no controle da empresa. Em razão da limitada proteção legal ao acionista minoritário no território brasileiro, e a reduzida dispersão do capital, torna-se justificada a criação de níveis diferenciados de governança como meio de classificar as práticas adotadas pelas empresas, diferenciando aquelas que optam por aderir às melhores práticas de governança corporativa (IBGC, 2010).

Silveira, 2006, aponta as deficiências na proteção dos acionistas minoritários como um dos tópicos a merecerem maior atenção das autoridades reguladoras do mercado.

Sobre este ambiente institucional, deve ser considerada ainda a crescente influência estatal nas empresas, o que nos aproxima de características presentes no sistema europeu de governança (LA PORTA et al, 2001; DA SILVEIRA, 2006). Esta referida influência estatal

se perfaz mediante a participação direta, por meio de empresas estatais ou empresas de economia mista, ou indireta, através da participação dos fundos de pensão dos funcionários destas mesmas empresas, ou pela concessão de empréstimo pelos bancos públicos, com destaque à atuação do BNDES.

Lameira e Ness, 2007, em pesquisa realizada com empresas brasileiras, verificaram que empresas que avançaram na adoção de padrões mais elevados de governança, para atender os níveis de ADRS 2 e 3, em consonância com a Lei Sarbanes Oxley, norte americana, apresentaram correlação positiva para valor de mercado, ainda que a correlação para o retorno do investimento tenha apresentado correlação negativa.

Em razão da relevância dos investimentos institucionais para a economia brasileira, é de extrema importância uma melhor compreensão sobre os efeitos desta participação para o desenvolvimento do mercado de capitais local.

6. Metodologia e Amostra

Para responder à primeira questão de pesquisa (I), que busca a identificação de associações entre variáveis qualitativas, é utilizada uma técnica de modelagem multivariada intitulada ANACOR (Análise de Correspondência), que objetiva a criação de mapas perceptuais.

A técnica de análise de correspondência, ANACOR, permite a análise da distribuição de frequências de duas variáveis qualitativas, e busca mostrar a associação entre as variáveis através de uma representação em duas dimensões, o mapa perceptual, no qual as categorias mais associadas estarão mais próximas (FÁVERO *et al*, 2009).

Para responder à segunda questão de pesquisa (II), é utilizada a técnica multivariada de regressão logística, que apresenta uma maior aplicabilidade ao estudo em questão em relação à regressão múltipla, em razão de seus pressupostos menos rigorosos. Tendo em vista que algumas das variáveis são categóricas, a aplicação da regressão logística se revela ideal, pois permite identificar a influência dos fatores estudados nas chances de um determinado evento ocorrer (*Ibid*, 2009).

No presente estudo, o evento selecionado para a análise foi a ocorrência de uma queda na cotação de cada empresa pesquisada inferior à queda apresentada pelo IBOVESPA.

Em razão da caracterização não métrica das variáveis, em conformidade com ensinamento de MARTINS e THEÓPHILO, 2009, é utilizado o teste qui-quadrado para identificar a significância das associações entre as variáveis estudadas.

A análise de correspondência utiliza o procedimento de normalização simétrica, mais adequada a retratar as similaridades e diferenças entre as variáveis.

A variável governança apresenta os níveis de governança das empresas listadas em bolsa, e foi obtida mediante relação disponível no site da BM&F Bovespa, em junho do corrente ano de 2010. Apresenta as seguintes categorias: 0 (nula), 1 (N1 – nível um), 2 (N2 – nível dois), e 3 (NM – novo mercado).

A variável participação das instituições de capital identifica a ocorrência de participação dos bancos, BNDES e fundos de pensão na composição acionária das empresas conforme dados de 2009, encontrados no site da BM&F Bovespa. Apresenta as seguintes categorias: 0 (nula, sem participação), 1 (participação de banco), 2 (participação do BNDES), 3 (participação de fundo de pensão), 4 (participação múltipla, de duas ou mais categorias).

A principal limitação da pesquisa está na coleta de dados sobre a composição acionária das empresas. Por se restringir às informações disponíveis no site da BM&F Bovespa, não é possível identificar os efeitos de holdings em cascata e também algumas participações cruzadas na composição do controle das empresas listadas.

Em verdade, o uso de holdings para concentração do controle das empresas é característico do sistema de governança brasileiro, conforme aponta Da Silveira e Saito, 2009. Governança Corporativa e Participação Societária de Bancos, BNDES e Fundos de Pensão como Fatores de...

A amostra não probabilística é composta por 160 empresas listadas na BM&F Bovespa, selecionadas por conveniência, conforme disponibilização de suas informações no site da referida bolsa de valores, com a seguinte distribuição de setores de atuação: 21 de bens industriais, 33 de construção e transporte, 30 de consumo cíclico, 24 de consumo não cíclico, 25 de materiais básicos, 3 do setor de petróleo, 7 do setor de telecomunicações e 17 do setor de serviços públicos.

Foram selecionadas empresas de diversos setores, seguindo a classificação disposta pela própria BM&F Bovespa, excluído o setor financeiro em razão das características singulares deste setor, que conta com supervisão pelo Banco Central, e regulação específica.

Quanto ao nível de governança, a amostra ficou assim distribuída:

- sem governança diferenciada – 72 companhias
- governança nível 1 (N1) – 14 companhias
- governança nível 2 (N2) – 12 companhias
- governança Novo Mercado (NM) – 62 companhias

A composição de uma amostra diversificada busca representar a diversidade da economia brasileira, sem atenção a um setor específico, e contém empresas abertas de diversos portes econômicos. Com relação ao nível de governança, buscou-se uma distribuição equilibrada, que resultou em 72 companhias sem nível diferenciado de governança, e 88 companhias com nível diferenciado de governança.

Os dados coletados foram obtidos do site da BM&F Bovespa, durante o mês de junho de 2010.

Para a aplicação da técnica de regressão logística, a amostra foi reduzida para 131 empresas, em razão da disponibilidade das cotações para o período estudado.

As análises foram realizadas no software estatístico SPSS.

7. Resultados

A análise dos resultados da pesquisa é apresentada a seguir, subdividida em dois tópicos, correspondentes às duas questões de pesquisa.

I – Há associação entre a existência de participação acionária dos bancos, BNDES e fundos de pensão nas empresas estudadas e seu nível de governança?

Primeiramente, para confirmar a associação entre participação dos investidores institucionais e a adoção de níveis diferenciados de governança, as tabelas de frequências observadas e esperadas são confrontadas, aplicando-se teste não paramétrico qui-quadrado, para verificação da significância da associação entre as variáveis.

Tabela 1 - Teste de Significância (qui-quadrado)

	GC	PARTMULTI
qui-quadrado	74,200 ^a	149,000 ^b
Signific.	,000	,000

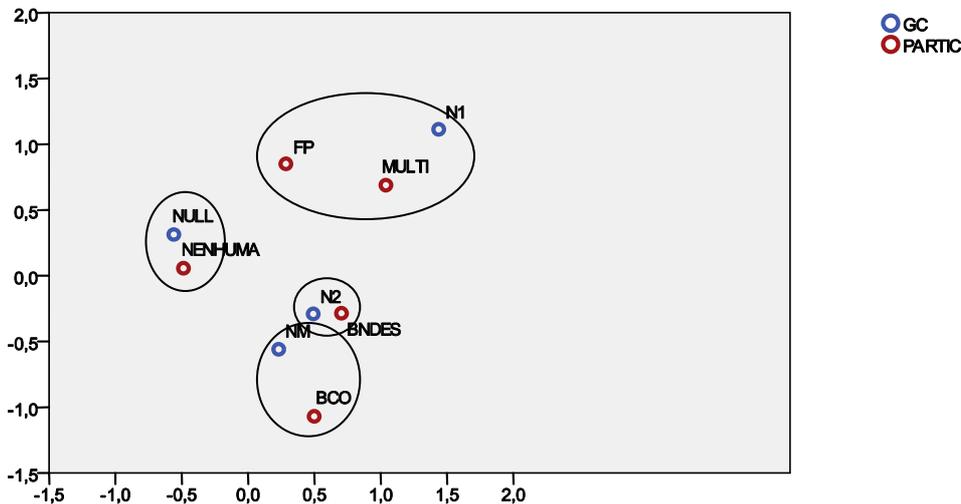
Pelo teste qui-quadrado, verifica-se que a associação entre as variáveis é significativa, afastada a hipótese nula de independência das variáveis. Há de se observar que a categoria nomeada partmulti se refere à ocorrência da participação de mais de uma categoria das instituições estudadas.

ANACOR – Análise de Correspondência

A análise de correspondência é realizada pelo procedimento de normalização simétrica, mais adequada à verificação de similaridades e diferenças entre os grupos de categorias (FÁVERO *et al*, 2009). Através do mapa perceptual abaixo podemos perceber indícios das seguintes associações entre as categorias das variáveis analisadas:

Carnaúba, A. A. C.

Figura 1 - Mapa perceptual (níveis de governança / investidores institucionais)



Primeiramente, é observável que há associação entre a ausência de participação de investidores institucionais (null) e a ausência de um nível diferenciado de governança (nenhuma).

É perceptível a associação entre o nível N2 de governança e a participação do BNDES na composição acionária das empresas que compõem a amostra.

Existem indícios de associação entre empresas listadas no Novo Mercado (NM), nível mais alto de governança corporativa, e participação de bancos na composição acionária, o que corrobora as considerações apontadas na teoria sobre esta relação (VIVES, 2000; LEHMANN e WEIGAND, 2000, LA PORTA *et al*, 2001).

Por fim, existem indícios de associação entre o nível N1 de governança e a participação dos fundos de pensão e de múltiplas participações.

Para mensurarmos a intensidade da correlação entre a participação das instituições de capital estudadas e o nível de governança, utilizamos uma categorização ordinal da primeira variável, número de participações, (NumPart), que assim se apresenta: 0 – nenhuma participação, 1 – apenas um tipo de participação, 2 – participação de dois tipos de instituições, 3 – participação de três instituições.

Tabela 2 - Correlações (Níveis de Governança / Investidores Institucionais)

Correlação por postos de Spearman		GC	NumPart
GC	Coefficiente de correlação	1,000	,210**
	Significância (2-tailed)	.	,008
	N	160	160
NumPart	Coefficiente de correlação	,210**	1,000
	Significância (2-tailed)	,008	.
	N	160	160

** correlação é significativa ao nível de 0.01 level (2-tailed).

O resultado do teste de correlação de postos de Spearman, adequado à identificação de associações entre variáveis ordinais (MARTINS e THEÓPHILO, 2009), confirma a significância da associação entre as variáveis, apresentando um coeficiente de correlação de 0,210, com significância ao nível de 0,008. Logo, verifica-se que a participação destas instituições de capital contribui para a adoção de níveis superiores de governança.

Embora o presente estudo não permita conclusões sobre relações de causa e efeito, acredita-se que os investidores institucionais atuem na monitoração das práticas de governança, o que pode ser atribuído à presença de representantes dos investidores institucionais nos conselhos de administração das empresas que recebem seus investimentos.

II – A adoção de níveis diferenciados de governança e a ocorrência de participação acionária dos bancos, BNDES e fundos de pensão nas empresas constituem fatores condicionantes à sustentação das cotações destas empresas em crises financeiras sistêmicas?

Para a determinação do modelo de regressão logística, adota-se o método *forward stepwise* de Wald, que seleciona as variáveis significantes, excluindo as não significantes. Este método permite identificar as variáveis que mais contribuem para o modelo, sendo adequado para estudos exploratórios (FÁVERO *et al*, 2009).

A regressão logística serve à identificação das variáveis que influenciam as chances de um determinado evento vir a ocorrer. O evento objeto da pesquisa é a ocorrência de uma queda na cotação das ações da empresa que seja inferior à queda observada do Ibovespa. Em linhas gerais, para formação do modelo de regressão logística, foram observados os seguintes parâmetros:

Tabela 3 – Parâmetros do Modelo de Regressão Logística

COTMAX = Cotação média em 20/05/2008 – IBOV 72,60 – ponto superior das cotações

COTMIN = Cotação média em 27/10/2008 – IBOV 30,54 – ponto inferior das cotações

QUEDA = COTMIN/COTMAX

QUEDA IBOVESPA = 30,54/72,60 = 0,42

SE QUEDA > 0,42 ENTÃO HÁ EVENTO = 1 = QUEDA RELATIVA INFERIOR AO IBOVESPA

Primeiramente, verifica-se a limitação do modelo para fins preditivos, conforme a indicação do poder explicativo do modelo de regressão dado pelo valor do indicador de *Nagelkerke R Square* de 0,81, sugerindo a inclusão de outras variáveis no modelo. De qualquer modo, a porcentagem de acerto do modelo é de 60,3 %, e o presente estudo tem caráter exploratório não preditivo.

Para a formação do modelo de regressão logística, apenas a variável que indica a adoção de um nível diferenciado de governança é significativa.

Tabela 4 -Variáveis Incluídas no Modelo

		B	S.E.	Wald	df	Sig.	Exp(B)	para 95% de confiança	
								banda inferior	banda superior
Passo 2	GCSIMP(1)	1,068	,386	7,668	1	,006	2,910	1,366	6,197
	Constante	-,124	,223	,308	1	,579	,884		

Verifica-se que a ocorrência de participação de bancos, BNDES e fundos de pensão na composição acionária das empresas não são, individualmente, fatores significantes para o incremento das chances de resistência das cotações face à queda do Ibovespa.

Constata-se, de qualquer modo, que a participação de bancos e fundos de previdência privada na composição societária da empresa tem maior significância para influenciar as chances de uma queda inferior das cotações em situação de crise do que a participação do BNDES, que constitui o fator com menor contribuição à sustentação das cotações.

Tabela 5 - Variáveis Excluídas do Modelo

			fator	df	Sig.
Passo 2	Variáveis	PARTBANCO(1)	,892	1	,345
		PARTBNDES(1)	,006	1	,938
		PARTFPENSAO(1)	,959	1	,327
		Ativos	,927	1	,336
		INDIC_ENDIV	,187	1	,665

Considerando que o estudo tem um caráter exploratório, e não tem pretensões preditivas, é significativa a identificação da variável adoção de nível diferenciado de governança como um fator de incremento das chances das cotações das ações resistirem mais às quedas sistêmicas do que a média de mercado.

Note-se que no modelo, a influência da variável governança é mais significativa do que o próprio nível de endividamento da empresa. Considerando que em situações de crise e estresse do mercado financeiro exista uma pressão sobre os ativos das empresas mais alavancadas, é relevante notar a influência das questões de governança sobre as expectativas e ponderações do mercado.

Em uma análise global dos resultados obtidos, é plausível presumir que coexistam diversos fatores atuando na sustentação ou não das cotações das empresas pesquisadas no evento estudado. A participação dos investidores institucionais parece induzir uma percepção de menor risco a estes ativos, seja pela facilidade de acesso a recursos financeiros, seja pela adoção de níveis mais altos de governança.

8. Conclusões

Considerando as mudanças observadas no mercado acionário brasileiro, com destaque ao boom de novas ofertas de ações no mercado de ações (*IPOS*) a partir de 2004, é constatada a necessidade de pesquisas que tenham por objeto o desempenho relativo das empresas listadas no Novo Mercado, e demais níveis diferenciados de governança (DA SILVEIRA e SAITO, 2009).

Nesta perspectiva é verificada a utilidade do presente estudo, que contribui na identificação de associações significantes entre a participação dos bancos, fundos de pensão e o BNDES, e a adoção de níveis diferenciados de governança pelas empresas que recebem investimentos destas instituições de capital.

Por meio da regressão logística foi possível identificar que a adoção de um nível diferenciado de governança constitui um fator significativo para aumentar as chances de que as cotações das ações de uma empresa caiam menos da média de mercado, ainda que esta característica não seja única determinante para o evento estudado. As boas práticas de governança contribuem para reforçar a confiança do mercado sobre os rumos das empresas, ao reduzir a possibilidade de que decisões oportunistas prejudiquem os acionistas minoritários.

A acurácia do modelo de regressão logística proposto é limitada, mas passível de aperfeiçoamento, mediante a inclusão de outras variáveis, o que estimula a realização de novas pesquisas sobre o tema.

A pesquisa confirma ainda a existência de associação entre a participação de investidores institucionais e boas práticas de governança, reproduzindo o efeito positivo resultante do monitoramento destas instituições sobre os conselhos de administração e gestores das companhias, já relatado em outros mercados mais maduros, ainda que não traga respostas quanto às relações de causa e efeito. Estudos posteriores, com metodologias apropriadas às pesquisas em profundidade, devem avançar sobre as relações de causa e efeito como forma de aperfeiçoar o conhecimento sobre a governança corporativa e sua associação com o desenvolvimento das empresas, do mercado de capitais e do desenvolvimento da economia brasileira.

Um ponto a se notar, que resulta da análise dos resultados, é a baixa significância da participação do BNDES no incremento das chances de sustentação das cotações, bem como sua associação tão somente com o nível 2 de governança, que corrobora outros estudos que levantam a questão de se impor ao investimento público e coletivo, critérios mais rígidos de governança e monitoramento.

Considerando a relevância da participação de instituições públicas e de capital na composição societária das companhias privadas listadas, é extremamente relevante considerarmos a influência destas instituições como fator de estímulo à adoção de níveis superiores de governança, o que pode resultar na redução da volatilidade do mercado de ações, favorecendo o crescimento e difusão do mercado de ações como alternativa de investimento, e fonte de recursos para as companhias.

Referências

ALLEN, F., GALE, D. *Corporate Governance and Competition*, em VIVES, Xavier. *Corporate Governance. Theoretical and Empirical Perspectives*. UK: Cambridge University Press, 2000.

BERLE, A., MEANS, G. *The Modern Corporation and Private Property*. New York: MacMillan, 1932.

CLARKE, T. *Anglo-American Corporate Governance*, pp 129-169, In: *International Corporate Governance – A Comparative Approach*. New York: Routledge, 2007

FÁVERO, L. P., BELFIORE, P., SILVA, F., L., CHAN, B. L. *Análise de Dados. Modelagem multivariada para tomada de decisões*. São Paulo: Elsevier, 2009.

GILLAN, S. L., STARKS, L. T. *Corporate Governance Proposals and Shareholder Activism: The Role of Institutional Investors*. Journal of Financial Economics, 57, 2, 2000, pgs. 275-305

INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA (IBGC) – disponível em <http://www.ibgc.org.br>, acesso em jun/2010.

JENSEN, M., MECKLING, W. *Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs, and ownership structure*. Journal of Financial Economics, Vol. 3, 1976, pgs. 305-360.

KLAPPER, L., LOVE, I. *Corporate governance, investor protection, and performance in emerging markets*. Journal of Corporate Finance, Vol. 10, nº 5, 2004, pgs. 703-728.

LAMEIRA, V., NESS, Walter. *ADRS, Differentiated levels of Corporate Governance at the São Paulo Stock Exchange and the Performance of the Publicly Traded Brazilian Companies*. International Journal of Business Studies, vol.15, nº 2, 2007, pgs.67-82.

LA PORTA, R. SILANES, F., SHLEIFER, A., VISHNY, R. *Investor protection and Corporate Governance*. Journal of Financial Economics, Vol. 58, 2000, pgs. 03-27.

LEHMANN, E., WEIGAND, J. *Does the Governed Corporation Perform Better? Governance Structures and Corporate Performance in Germany*. European Finance Review Vol. 4, 2000, pgs. 157–195

MARTINS, G. A. e THEÓPHILO, C. R. *Metodologia da Investigação Científica para Ciências Sociais Aplicadas*, 2ª ed., São Paulo: Ed. Atlas, 2009.

NACIRI, A. *Corporate Governance Around the World*. New York: Routledge, 2009.

PAJUSTE, A. *Do good governance provisions shelter investors from contagion? In: The European Bank for Reconstruction and Development*. UK: Blackwell, 2007.

SECURATO, J. C. *Uma década de governança corporativa. História do IBGC, marcos e lições da experiência*, São Paulo: Saint Paul e Saraiva, 2006

SHLEIFER, A. e VISHNY, R. *Large Shareholders and Corporate Control*. Journal of Political Economy, vol. 94, 1997.

DA SILVEIRA, A. *Governança Corporativa e Estrutura de Propriedade*, São Paulo: Saint Paul Institute of Finance, 2006.

DA SILVEIRA, A., SAITO, R.. *Corporate Governance in Brazil: Landmarks, Codes of Best Practices, and Main Challenges*. Journal of Corporate Governance, 2009.

VIVES, Xavier. *Corporate Governance: Does it matter?* em VIVES, Xavier. *Corporate Governance. Theoretical and Empirical Perspectives*. UK: Cambridge University Press, 2000.